

30. marts 2025

Vurdering af processen for fastlæggelse af garantiprovision

EY er af I/S Vestforbrænding blevet anmodet om en vurdering af den gennemførte proces for fastlæggelse af en garantiprovision herunder omkring de særlige karakteristika (kvalitative forhold) der indgår i Vestforbrændings og Gorrissen Federspiels vurdering af hvad et passende niveau for garantiprovisionens størrelse er.

Indledningsvis har Gorrissen Federspiel ved fastlæggelsen af garantiprovisionens størrelse taget udgangspunkt i Damodaran-modellen, som er en såkaldt syntetisk kreditvurderingsmodel, hvori der beregnes en rentemargin (default spread) med udgangspunkt i nøgletallet Interest Coverage Ratio (ICR). Netop dette nøgletal (ICR) angiver hvor mange gange en virksomheds driftsresultat (EBIT) kan dække rentebetalingerne. Vedrørende nøgletallet gælder det at jo højere ICR er jo bedre er det – er ICR under 1 indtjenes der ikke nok fra driften til at dække renteomkostninger. Ifølge denne model vil renteniveauet (garantiprovisionen) ligge inden for et spænd på mellem 0,2 – 2,2 %.

Begrænsningen i Damodaran-modellen er at den er ret generisk. En virksomheds kreditvurdering vil i henhold til modellen således alene blive bestemt af et enkelt nøgletal. Modellen tager således ikke hensyn til andre relevante forhold der kan indgå i en samlet kreditvurdering.

Denne begrænsning har Vestforbrænding og Gorrissen Federspiel imødegået ved også at inddrage en række kvalitative input omkring VF Affaldsenergi – blandt andet resultatet af Nordeas netop gennemførte økonomiske due diligence, niveauet af VF Affaldsenergis affaldstakster sammenlignet med øvrige affaldsforbrændingsanlæg og herunder den kommende konkurrencesituation som affaldsmarkedet fremadrettet vil være underlagt, varmeområdets indvirkning på VF Affaldsenergis økonomi samt kapitaliseringen af selskabet inkl. den planlagte kapitalforhøjelse i VF Affaldsenergi. Der er tale om kvalitative inputs der er yderst relevante at medtage i betragtningen omkring et passende niveau for en garantiprovisionens størrelse. Baseret på disse kvalitative input er det af Vestforbrænding vurderet at effekterne af disse understøtter at niveauet for garantiprovisionens størrelse alt andet lige vil være i den lave ende af det ovenfor benævnte rentespænd.

Det bemærkes at der på nuværende tidspunkt ikke findes en generelt bredt accepteret model for fastlæggelse af niveauet for en garantiprovision for et affaldsforbrændingsanlæg/-virksom. Det er dog vores opfattelse at den model Gorrissen Federspiel har valgt at tage udgangspunkt i ved fastlæggelsen af garantiprovisionens størrelse og herunder vurderingen af øvrige relevante kvalitative inputs der indgår i modellen virker velovervejet og fornuftige.

Det skal bemærkes at da fastlæggelsen af et estimat for garantiprovisionens størrelse på 0,6% er sket med udgangspunkt i en syntetisk model samt en række kvalitative forhold omkring Vestforbrænding, branchen generelt samt øvrige relevante forudsætninger m.v. og da der ikke forefindes en konkret bredt accepteret model for opgørelsen af størrelsen af garantiprovisionen, vil estimatet være behæftet med en vis usikkerhed.

Under hensyntagen til disse usikkerheder m.v. har vi ikke fundet anledning til at anlægge en anden betragtning for fastlæggelsen af et passende niveau for størrelsen af en garantiprovision (0,6%) end den vurdering Gorrissen Federspiel og Vestforbrænding har lagt til grund.